

玻璃制造

李凡 S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

南玻 A

000012

推荐

多晶硅一期项目达产达标情况通报会议纪要

今日公司在宜昌举行多晶硅市场分析及科技发展座谈会和多晶硅一期项目达产达标通报会议。与会的有有色金属协会硅业分会、工信部、以及有研硅股、洛阳中硅、亚洲硅业、大全新能源、永祥多晶硅、天威、新光硅业等二十多家多晶硅企业和众多的机构投资者和媒体。

6-12 个月目标价： 12.00 元

当前股价： 11.88 元

评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 3164.97 |
| 总股本(百万) | 2079 |
| 流通股本(百万) | 1727 |
| 流通市值(亿) | 245 |
| EPS (TTM) | 0.52 |
| 每股净资产(元) | 2.71 |
| 资产负债率 | 48.6% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|-------|
| 南玻 A | 17.90 | 25.10 | 52.68 |
| 上证综合指数 | 6.32 | -1.84 | 6.21 |



主要财务指标

| 单位： 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5279 | 6063 | 7104 | 8550 |
| 同比(%) | 24% | 15% | 17% | 20% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 832 | 987 | 1256 | 1623 |
| 同比(%) | 98% | 19% | 27% | 29% |
| 毛利率(%) | 34.9% | 34.7% | 34.4% | 34.7% |
| ROE(%) | 15.7% | 16.8% | 17.6% | 18.5% |
| 每股收益(元) | 0.68 | 0.47 | 0.6 | 0.78 |
| P/E | NA | 25.28 | 19.80 | 15.23 |
| P/B | 4.84 | 4.38 | 3.60 | 2.94 |
| EV/EBITDA | 18 | 17 | 14 | 11 |

资料来源： 中投证券研究所

相关报告

《南玻 A-稳定的规模扩张是公司最为重要的特征》2010-3-30

《公司年报预增点评》2010-3-18

《南玻 A-短期业绩看浮法，长远发展靠节能》2010-1-27

会议内容主要分成三个方面：1、南玻项目进展介绍；2、多晶硅行业现状及前景预测；3、主管部门拟出行业政策。

一、南玻多晶硅项目达到国内一流水平

1.1 历时一年半完全达产，质量达到电子二级

公司宜昌年产 1500 吨多晶硅 08 年接近年底开始投产。至今年 4 月份，实现月产多晶硅 123 吨，完全实现设计产能。

经信息产业部专用材料质量监督检验中心检测，产品质量达到 GB/T12963-2009 国家标准中的电子二级水平。目前公司电子级产品比例已达 50% 以上。这是截至目前，我国量产多晶硅产品经过国家权威检测机构检测到的最高质量水平。

表 1 公司多晶硅主要检测指标

| 检验项目 | GB/T12963-2009 检验指标 | | | 南玻自检 | 检验中心 |
|---------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| | 1 级 | 2 级 | 3 级 | 检验值 | 检验值 |
| 基磷电阻率 (Ω · cm) | ≥ 500 | ≥ 300 | ≥ 200 | 1462.645 | 1425 |
| 施主杂质浓度 ppba | ≤ 0.168 | ≤ 0.28 | ≤ 0.42 | 0.253 | < 1 |
| 基硼电阻率 (Ω · cm) | ≥ 3000 | ≥ 2000 | ≥ 1000 | | |
| 受主杂质浓度 ppba | ≤ 0.088 | ≤ 0.132 | ≤ 0.26 | 0.207 | < 2 |
| 碳浓度 (at/cm ³) | ≤ 1.5 × 10 ¹⁶ | ≤ 2.0 × 10 ¹⁶ | ≤ 2.0 × 10 ¹⁶ | 0.837 × 10 ¹⁶ | 1.74 × 10 ¹⁶ |
| | | ppma | | 0.167 | 0.348 |
| 氧浓度 | | ppma | | 0.075 | < 0.2 |
| N 型少数载流子寿命 (us) | ≥ 500 | ≥ 300 | ≥ 100 | 320 | 405 |

资料来源：公司数据

1.2 单位制造成本在 38 美元/kgSi 以下

根据公司公布的数据，在月产 123 吨的产量下，其综合生产成本已经降到 38 美元/kgSi 以下。与国外公司宣称的 30-35 美元/kgSi 的生产成本已经非常接近。

公司认为这条生产线是国内第一个真正意义上的全闭环生产，不仅完全实现了生产过程中排放的 SiCl₄ 的回收利用（转化率 20% 以上），而且通过 CDI 基数），将还原、氢化及合成工序产生的尾气氯硅烷、氯化氢和氢气回收分离，回收率分别达到 100% 、99.5% 和 99.5%，而回收的 SiCl₄ 还经过氢化合成了白炭黑等副产品。

正是这一系列综合措施才导致了公司高纯多晶硅的综合生产成本较低。也正是基于这种较低的综合生产成本，才使公司在规模偏小而国内多晶硅同行们普遍倍感压力巨大时实现了这条生产线的盈利。

表 2 南玻宜昌多晶硅单位成本及相关消耗

| 分类 | 指标 | 实际运行值 |
|----|--|--|
| 能源 | 综合电耗 | <200kW/kgSi |
| | 还原炉电耗 | <85kWh/kgSi |
| | 热氢化炉电耗 | <2.5kWh/kgSiHCl ₃ |
| 材料 | SiCl ₃ 消耗 | <8.5kg/kgSi |
| | HCl 回收利用率 | >99.5% |
| | SiCl ₄ 回收利用率 | >99.5% |
| | 气相法 SiO ₂ 生产 SiCl ₄ 单耗 | <2.9t/tSiO ₂ |
| | 气相法 SiO ₂ 生产 H ₂ 单耗 | <900Nm ³ /tSiO ₂ |
| | 综合生产成本 | <38USD/ kgSi |

资料来源：公司数据、中投证券研究所

1.3 扩产计划视市场情况而定

虽然公司单线产品生产质量和成本在全国已经可以称为名列前茅，但是毕竟该线规模偏小。这种小规模部分抵消了生产线品质优良，运营效率高的优势。以国内最大的徐州中能为例，该企业凭借 18000 吨的多晶硅产能，号称将生产成本下降到了 34USD/kgSi。

因此扩产成为公司进一步提高效率，降低生产成本的不二选择。因此无论是多晶硅原料生产、硅片、电池片，还是太阳能玻璃生产计划都在蕴量之中。但是基于目前多晶硅行业产能仍然存在过剩的倾向，公司的下一步扩张都将视市场竞争的情况适时启动。

在多晶硅生产这个环节，公司已经启动了这条生产线的技改扩建工作，预计明年上半年这条生产线的规模就将达到 2000 吨/年的生产能力。而二线的生产建设也在规划之中，按照公司的披露适时启动的二线建设将使公司多晶硅的产能达到 8000 吨/年的水平。

目前公司整个产业链上还缺少的一个环节就是多晶硅切片，随着可能于 5 月底试生产的多晶硅切片生产的正常运行，公司将形成完整的从工业硅粉到多晶硅电池片组件的产业链布局。公司计划多晶硅切片的产能今年 6 月达产 100MW，明年上半年达产 100MW。相对远期达到 500MW 的生产能力。

目前公司东莞基地的电池片生产能力为 100MW，到明年上半年将形成 200MW 的电池片生产能力。

目前公司用于太阳能电池片的超白压延玻璃生产产能达到 1200m²，生产线为 2 条 250 吨生产线。公司已规划再上一条一窑四线的日熔量为 1000 吨的超白压延玻璃生产线。如果该生产线投产，公司超白压延产能将超过目前位居全球第一的旭硝子，占据全球超白压延玻璃市场 25%以上的份额。

表 3 南玻多晶硅太阳能产业链产能及规划

| 生产环节 | 目前产能 | 可预见产能 | 相对远期规划 |
|--------|--------------------------|--------------------------|----------|
| 多晶硅生产 | 1500 吨/年 | 2000 吨/年 | 8000 吨/年 |
| 多晶硅切片 | 100MW/年 | 200MW/年 | 500MW/年 |
| 电池片生产 | 100MW/年 | 200MW/年 | |
| 超白压延玻璃 | 1200 万 m ² /年 | 2400 万 m ² /年 | |

资料来源：公司数据、中投证券研究所

二、多晶硅行业

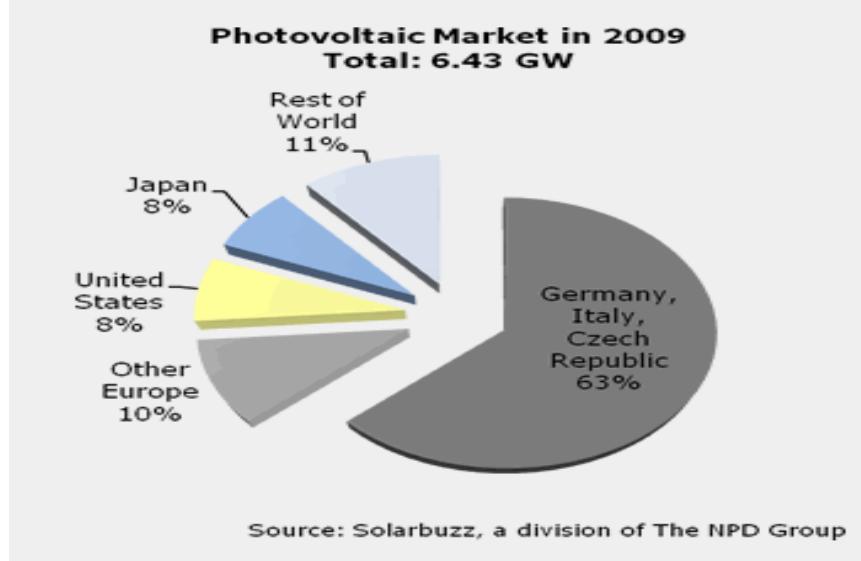
在这次会议上，有色金属行业协会硅业分会还做了题为《风口浪尖上的中国多晶硅市场》的报告，专门就国内外多晶硅行业目前的情况和未来的发展趋势做了分析和判断。

2.1 需求明显复苏

按照 Solarbuzz 的报告，2009 年全球太阳能光伏安装量达到 6.43GW，超出了之前人们不到 6GW 的预期。而且从目前的情况来看，今年的安装量也较为乐观，业内人士普遍预期今年全球多晶硅太阳能光伏的安装量将接近 10GW，同比增幅有望达到 50%以上。

公司表示，虽然德国补贴政策的调整将可能会对下半年的光伏市场产生一定的冲击，但目前德国、西班牙以外的意大利、法国、保加利亚等市场增长的速度较快，有望弥补传统市场的下滑。

图 1 2009 年全球光伏市场分布



资料来源：Solarbuzz

2.2 产能快速扩张，供需压力缓解还需三年

即使按照硅业分会较为乐观的前景预测，按照目前全球各主要厂家规划的产能投放进度，要完全消化这些产能将需要3年时间。预计到2013年产能压力才会有所缓解，出现7%左右的供需缺口，这之前的2010年到2012年该行业一直处于产能过剩阶段，今年过剩的压力最为明显。

由于今年投产的众多产能将在明年后年陆续完全释放，因此市场对明后年多晶硅价格的担心不无道理。

表 4 全国多晶硅供需情况

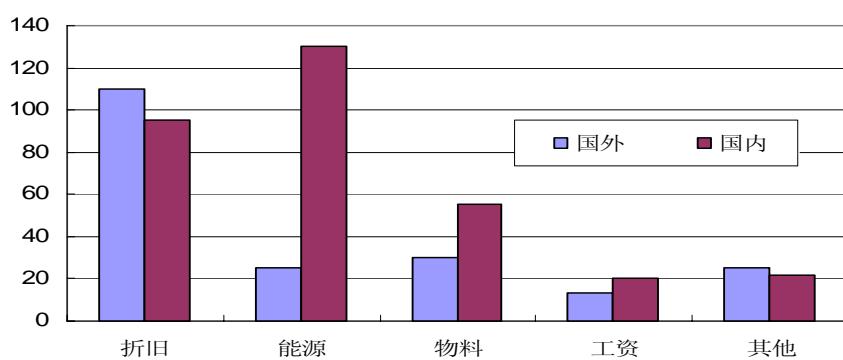
| | 多晶硅 | | 电子级多晶硅 | | | 太阳能级多晶硅 | | |
|-------|------|------|--------|------|-------|---------|------|-------|
| | 产能 | 产量 | 产量 | 需求量 | 供需差 | 产量 | 需求量 | 供需差 |
| 2004 | 2.75 | 2.71 | 1.71 | 1.7 | 0.01 | 1 | 1.48 | -0.48 |
| 2005 | 3.45 | 3.2 | 1.8 | 1.95 | -0.15 | 1.4 | 1.9 | -0.5 |
| 2006 | 3.8 | 4.1 | 1.9 | 2.1 | -0.2 | 2.2 | 2.48 | -0.28 |
| 2007 | 4.95 | 5 | 2 | 2.3 | -0.3 | 3 | 3.52 | -0.52 |
| 2008 | 9.78 | 6.52 | 2.17 | 2.25 | -0.08 | 4.35 | 5.82 | -1.47 |
| 2009 | 14.5 | 10.6 | 2.2 | 2.2 | 0 | 8.5 | 7.5 | 1 |
| 2010E | 20 | 15.3 | 3 | 2.5 | 0.5 | 12.3 | 10.2 | 2.1 |
| 2011E | 22 | 17.5 | 3.2 | 2.8 | 0.4 | 14.3 | 13.5 | 0.8 |
| 2012E | 25 | 21 | 3.5 | 3.2 | 0.3 | 17.5 | 17 | 0.5 |
| 2013E | 27 | 23.5 | 3.5 | 3.5 | 0 | 20 | 21.4 | -1.4 |
| 2014E | 29 | 26 | 3.7 | 3.8 | -0.1 | 22.3 | 26 | -3.7 |
| 2015E | 30 | 29 | 4 | 4.2 | -0.2 | 25 | 30 | -5 |

资料来源：有色金属行业协会硅业分会

2.3 成本劣势依然明显

由于我国大多数多晶硅生产厂家未能完全达产，因此几乎在各项成本分摊上与国外先进企业相比都不具备明显优势，即使是我们在传统产业优势明显的人工成本一项。

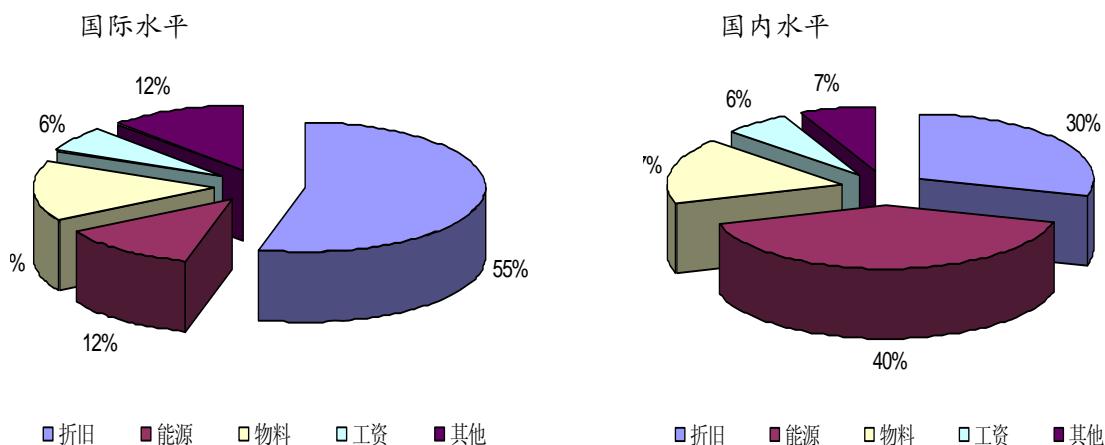
图 2 国内外先进多晶硅生产水平成本对比



资料来源：有色金属行业协会硅业分会

从成本构成来看，国内能耗水平相对国外依然偏高，单位能源成本比国外高出3-4倍。

图 3 国内外先进多晶硅生产水平成本构成对比



资料来源：有色金属行业协会硅业分会

三、国内政策新动向

工信部也介绍了多晶硅产业政策的新动向。主要有四点

- 上周，光伏产业联盟成立，有70%以上的多晶硅企业和50%的太阳能电池企业参加；
- 工信部将和发改委着眼于多晶硅产业的可持续发展出台《多晶硅产业发展指导意见》；
- 《多晶硅行业准入条件》已进入到国务院相关部门征求意见阶段，可能于上半年正式发文；
- 国家可能会对多晶硅副产物的综合利用进行补贴，具体补贴额度和补贴方式正在考虑之中。

四、公司盈利预测假设

分部收入成本分析

| | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 浮法玻璃 | | | | |
| 主营业务收入(万元) | 310,471 | 355,000 | 400,000 | 425,000 |
| 环比增长 | 35.68% | 14.34% | 12.68% | 6.25% |
| 主营业务成本(万元) | 205,459 | 238,000 | 269,500 | 288,000 |
| 内部抵消(万元) | 36,109 | 39,500 | 44,000 | 65,000 |
| 内部抵消成本(万元) | 35,433 | 38,300 | 43,400 | 63,500 |
| 毛利率 | 33.8% | 33.0% | 32.6% | 32.2% |
| 工程玻璃 | | | | |
| 主营业务收入(万元) | 190,993 | 215,000 | 265,000 | 390,000 |
| 环比增长 | 22.46% | 12.57% | 23.26% | 47.17% |

| | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务成本(万元) | 126,963 | 143,500 | 179,000 | 265,000 |
| 毛利率 | 33.5% | 33.3% | 32.5% | 32.1% |
| 精细玻璃 | | | | |
| 主营业务收入(万元) | 44,932 | 48,900 | 52,500 | 55,000 |
| 环比增长 | -13.23% | 8.83% | 7.36% | 4.76% |
| 主营业务成本(万元) | 31,933 | 32,001 | 33,500 | 34,500 |
| 毛利率 | 28.9% | 34.6% | 36.2% | 37.3% |
| 太阳能 | | | | |
| 主营业务收入(万元) | 13,718 | 23,000 | 33,000 | 46,000 |
| 主营业务成本(万元) | 12,298 | 18,600 | 25,000 | 32,000 |
| 毛利率 | 10.4% | 19.1% | 24.2% | 30.4% |
| 其他业务收入(万元) | 3,905 | 3,905 | 3,905 | 4,000 |
| 环比增长 | -47.92% | 0.00% | 0.00% | 2.44% |
| 其它业务成本(万元) | 2,338 | 2,338 | 2,338 | 2,400 |
| 毛利率 | 40.1% | 40.1% | 40.1% | 40.0% |
| 合计 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
| 收入(万元) | 527,910 | 606,305 | 710,405 | 855,000 |
| 收入增速 | 23.5% | 14.8% | 17.2% | 20.4% |
| 成本(万元) | 343,557 | 396,139 | 465,938 | 558,400 |
| 毛利率 | 34.9% | 34.7% | 34.4% | 34.7% |

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | | | | |
| 现金 | 1694 | 1834 | 2285 | 3107 |
| 应收账款 | 654 | 800 | 1000 | 1564 |
| 其它应收款 | 288 | 333 | 390 | 469 |
| 预付账款 | 15 | 23 | 27 | 33 |
| 存货 | 101 | 99 | 116 | 140 |
| 其他 | 371 | 397 | 467 | 560 |
| 非流动资产 | | | | |
| 长期投资 | 265 | 182 | 284 | 342 |
| 固定资产 | 9220 | 10747 | 11602 | 12376 |
| 无形资产 | 27 | 30 | 40 | 50 |
| 其他 | 8055 | 9993 | 11006 | 11848 |
| 资产总计 | 746 | 331 | 163 | 86 |
| 流动负债 | 10913 | 12581 | 13886 | 15483 |
| 短期借款 | 4314 | 5356 | 5306 | 5200 |
| 应付账款 | 2481 | 3405 | 3000 | 2480 |
| 其他 | 989 | 990 | 1165 | 1396 |
| 非流动负债 | 844 | 960 | 1141 | 1324 |
| 长期借款 | 988 | 978 | 998 | 998 |
| 其他 | 908 | 908 | 908 | 908 |
| 负债合计 | 80 | 70 | 90 | 90 |
| 少数股东权益 | 5302 | 6334 | 6304 | 6198 |
| 股本 | 296 | 376 | 456 | 536 |
| 资本公积 | 1224 | 2079 | 2079 | 2079 |
| 留存收益 | 2128 | 1273 | 1273 | 1273 |
| 归属母公司股东权益 | 1964 | 2519 | 3776 | 5399 |
| 负债和股东权益 | 5316 | 5871 | 7127 | 8750 |
| 现金流量表 | 10913 | 12581 | 13886 | 15483 |

利润表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5279 | 6063 | 7104 | 8550 |
| 营业成本 | 3436 | 3961 | 4659 | 5584 |
| 营业税金及附加 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 242 | 309 | 369 | 445 |
| 管理费用 | 420 | 473 | 533 | 624 |
| 财务费用 | 106 | 113 | 116 | 96 |
| 资产减值损失 | 17 | 100 | 30 | 20 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 19 | 20 | 20 | 30 |
| 营业利润 | 1073 | 1127 | 1417 | 1811 |
| 营业外收入 | 32 | 35 | 40 | 40 |
| 营业外支出 | 116 | 15 | 20 | 20 |
| 利润总额 | 989 | 1147 | 1437 | 1831 |
| 所得税 | 74 | 80 | 101 | 128 |
| 净利润 | 915 | 1067 | 1336 | 1703 |
| 少数股东损益 | 83 | 80 | 80 | 80 |
| 归属母公司净利润 | 832 | 987 | 1256 | 1623 |
| EBITDA | 1627 | 1772 | 2178 | 2645 |
| EPS (元) | 0.68 | 0.47 | 0.60 | 0.78 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 23.5% | 14.8% | 17.2% | 20.4% |
| 营业利润 | 130.5 | 5.1% | 25.7% | 27.8% |
| 归属于母公司净利润 | 98.0% | 18.6% | 27.3% | 29.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 34.9% | 34.7% | 34.4% | 34.7% |
| 净利率 | 15.8% | 16.3% | 17.7% | 19.0% |
| ROE | 15.7% | 16.8% | 17.6% | 18.5% |
| ROIC | 13.2% | 11.7% | 13.4% | 15.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 48.6% | 50.3% | 45.4% | 40.0% |
| 净负债比率 | 65.13 | 69.36% | 63.90 | 57.25% |
| 流动比率 | 0.39 | 0.34 | 0.43 | 0.60 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.26 | 0.33 | 0.48 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.52 | 0.54 | 0.58 |
| 应收账款周转率 | 20 | 19 | 19 | 20 |
| 应付账款周转率 | 3.97 | 4.00 | 4.32 | 4.36 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.68 | 0.47 | 0.60 | 0.78 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.36 | 0.75 | 0.85 | 1.3 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.34 | 4.80 | 5.82 | 7.15 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | NA | 25.28 | 19.80 | 15.23 |
| P/B | 4.84 | 4.38 | 3.60 | 2.94 |
| EV/EBITDA | 18 | 17 | 14 | 11 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434